

0-792810

На правах рукописи

ББК 65.262-18

П60

Порублева Марина Александровна

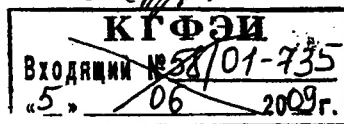
**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА:
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат

диссертации на соискание ученой
степени кандидата экономических наук

Москва 2009



Работа выполнена на кафедре «Денежно-кредитные отношения и банки» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель

доктор экономических наук, профессор
Панова Галина Сергеевна

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор
Рогова Ольга Леонидовна

кандидат экономических наук
Таранкова Лариса Геннадьевна

Ведущая организация

ФГОУ ВПО «Государственный университет –
Высшая школа экономики»

Защита состоится 25 июня 2009 г. в 12⁰⁰ часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.02 при ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан 22 мая
официальном сайте ФГОУ ВПО «Финансовая академия при
Правительстве Российской Федерации»: www.fa.ru

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000665054

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент

Е.Е. Смирнова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В условиях относительно благоприятной экономической конъюнктуры и, тем более в условиях финансового кризиса, значение и роль денежно-кредитной политики, как составной части экономической политики государства неуклонно возрастает. Проведение взвешенной денежно-кредитной политики способно обеспечить создание оптимальных условий для эффективного взаимодействия банковского сектора и субъектов экономики, содействовать решению комплекса социально-экономических задач, стоящих перед страной.

Новейший этап экономической истории России, к сожалению, не отличается стабильностью. Одновременно за последние 10-15 лет существенных изменений в содержании денежно-кредитной политики в ответ на вызовы времени не наблюдалось. Известно, что Банк России придерживался традиционных подходов, основанных преимущественно на так называемой монетаристской парадигме. В 2001 – 2008 гг. в России де-факто применялся монетарный режим, основанный на управлении реальным эффективным курсом рубля. Реализованная в этот период денежно-кредитная политика оказывала стабилизирующее воздействие на экономику, снижая неопределенность уровней инфляции и эффективного курса рубля. Как показала практика, продолжение подобной политики стало невозможным в условиях развертывания кризисных явлений и фундаментального изменения внешних и внутренних экономических условий.

Не случайно, сбои в функционировании мировых финансовых рынков подтолкнули денежные власти в странах с рыночной экономикой к активному поиску путей и средств противодействия нарастающей дестабилизации денежно-кредитной сферы. В условиях глобализации и вовлеченности России в мирохозяйственные связи аналогичные задачи становятся все более актуальными для национальной экономики. Вопросы совершенствования денежно-кредитной политики особенно актуальны в период реализации антикризисной экономической политики государства.

Современный этап функционирования российской экономики характеризуется потребностью в качественно новой парадигме денежно-кредитного управления, направленной на проведение денежно-кредитной политики, органично встроенной в программу единой государственной социально-экономической политики, нацеленной на выполнение целого спектра не только экономических, но и социальных задач. Первостепенной задачей российских денежных властей и научного сообщества становится решение комплекса вопросов, связанных с уточнением целей, принципов и

приоритетов российской денежно-кредитной политики, реализуемой в кризисный и посткризисный период.

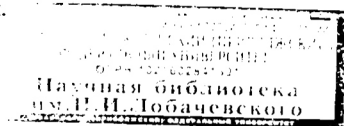
Особой проблемой современной денежно-кредитной политики стало реформирование системы подходов, методов и инструментов ее воздействия на состояние и развитие экономики. В настоящее время практически во всех странах центральные банки вводят новые инструменты денежно-кредитной политики, призванные преодолеть наиболее острые проблемы развития банковского сектора и денежно-кредитной сферы. По этой причине модернизация инструментария Банка России может стать одним из рычагов повышения эффективности отечественной денежно-кредитной политики.

Современные тенденции мирового экономического развития и новый этап функционирования российской экономики обусловили необходимость пересмотра теоретических основ и практических методов проведения денежно-кредитной политики, что предопределило основные направления данного исследования, повысив его актуальность и значимость.

Степень разработанности проблемы. Анализ экономической литературы показывает наличие большого интереса и зарубежных ученых к изучению денежно-кредитной политики. Среди отечественных исследователей следует отметить: М.А. Абрамову, Ю.А. Бабичеву, Г.Н. Белоглазову, Э.Я. Брегеля, А.Ю. Викулова, Ю.С. Голикову, А.И. Жукова, А.В. Ивантера, К.Н. Корищенко, В.Э. Кроливецкую, О.И. Лаврушина, А.А. Максютова, И.Д.Мамонову, С.Р.Моисеева, А.В. Улюкаева, Г.С. Панову, О.Л. Рогову, А.Ю. Симановского, С.С. Сулакшина, Г.А. Тосуняна, Г.Г. Фетисова, М.А. Хохленкову и других. Разработкой отдельных проблем денежно-кредитной политики в зарубежных странах разное время занимались У.Аллен, С.Л. Брю, К.Р. Макконнелл, Ф. Мишкин, Н. Могуд, С. Ринхарт, Ж. Сатер, В. Смит, Л. Харрис, Д.Л. Хикс, Г. Хогарт, Й. Шумпетер и другие авторы.

Вместе с тем, ряд аспектов исследования денежно-кредитной политики, в частности, пути повышения ее эффективности, современные тенденции и факторы развития денежно-кредитной политики, ее инструменты, их адекватность требованиям времени не нашли должного отражения в отечественной экономической литературе и в банковской практике недооценены как инструменты экономического роста.

Изучение трудов ведущих российских и зарубежных ученых по вопросам содержания и перспектив денежно-кредитной политики выявило необходимость систематизации существующих представлений о денежно-кредитной политике и более полного раскрытия ее экономического содержания.



Отсутствие комплексного теоретического и практического анализа современных особенностей, тенденций и проблем совершенствования денежно-кредитной политики, поиск направлений решения данных проблем обусловлен выбором темы диссертационной работы.

Цель диссертационной работы состоит в решении научной задачи расширения представлений о денежно-кредитной политике и выработки рекомендаций по развитию денежно-кредитной политики в России в современных условиях.

Достижение поставленной цели предопределило постановку и решение следующих задач:

- ✓ определить экономическое содержание денежно-кредитной политики в России с учетом особенностей современного этапа развития страны;
- ✓ определить место денежно-кредитной политики в системе экономического регулирования с учетом анализа и обобщения позиций российских и зарубежных авторов;
- ✓ выявить современные тенденции развития денежно-кредитной политики на основе систематизации внутренних и внешних факторов и определить критерии выбора целей и инструментов денежно-кредитной политики в России;
- ✓ разработать и научно обосновать комплекс теоретических положений и предложить рекомендации по адаптации мирового опыта в части совершенствования инструментов денежно-кредитной политики в условиях глобализации;
- ✓ выявить современные проблемы развития денежно-кредитной политики и разработать практические рекомендации по развитию денежно-кредитной политики России в современных условиях.

Объект исследования - денежно-кредитная политика Банка России.

Предмет исследования - методологический аппарат процессов, протекающих в денежно-кредитной сфере, а также основные инструменты и методы реализации денежно-кредитной политики.

Теоретическую и методологическую основу исследования составили работы ведущих отечественных и зарубежных ученых в области теории и практики проведения денежно-кредитной политики, передовой международной и отечественный опыт, законодательные и иные нормативные документы, публикации в периодической печати. Методология исследования базируется на системном анализе, что обеспечивает его целостность и всесторонность, на единстве теории и практики. В процессе работы использовались ретроспективный, трендовый, факторный, сценарный анализ. В ходе теоретического обоснования и анализа денежно-кредитной политики автором

учитывалась, прежде всего, возможность применения результатов анализа на практике, в процессе проведения денежно-кредитной политики Банка России.

Информационной базой исследования стали «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» за соответствующие годы, нормативные акты Банка России, специальная научная и учебная литература, публикации в периодической печати, зарубежные публикации, материалы, размещенные на официальном сайте Банка России, в сети Интернет и Интернет-сайтах центральных банков других государств.

Диссертация соответствует п.8.4 («Денежно-кредитная и валютная политика. Особенности формирования денежно-кредитной политики РФ и механизмов ее реализации в современных условиях») Паспорта специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна исследования заключается в расширении представлений о содержании денежно-кредитной политики и выработке путей ее совершенствования в современных условиях.

Наиболее важные научные результаты, полученные лично соискателем и выносимые на защиту:

- ✓ уточнено экономическое содержание денежно-кредитной политики: рассматривается стратегия и тактика уполномоченного органа государства (в нашей стране – Банка России) по обеспечению стабильного сбалансированного функционирования денежно-кредитной системы страны с целью развития банковского сектора и его позитивного влияния на структуру экономики, а также повышения экономического роста и благосостояния граждан;
- ✓ определен системообразующий фактор денежно-кредитной политики РФ - цели социально-экономического развития страны, задающие систему ограничений денежно-кредитной политики; в современной российской практике это выражается в установлении пределов динамики валютного курса;
- ✓ выявлены противоречия между целевыми ориентирами экономической политики государства и внутренними ограничениями денежно-кредитной политики, которые выражаются в стремлении государства смягчить последнюю для повышения темпов экономического роста, но одновременно денежные власти стремятся сдерживать инфляцию, используя рестрикционные подходы в денежно-кредитной сфере;
- ✓ обосновано, что эффективность денежно-кредитной политики может быть существенно повышена за счет комплексного использования прямых и косвенных ее инструментов. Показано, что меры в денежно-кредитной сфере должны быть

взаимоувязаны с мерами бюджетной и налоговой политики. В России такая комбинация успешно была реализована в период формирования Стабилизационного фонда РФ, который выступал важным механизмом стерилизации денежной массы;

- ✓ в результате анализа получено, что в России на протяжении всего периода рыночных преобразований происходила перманентная корректировка целей денежно-кредитной политики, которые на ранних этапах создания основных институтов рыночной экономики касались преимущественно обеспечения стабильного курса рубля и предотвращения производственного спада, а на поздних приоритет смещался в сторону достижения низкой и стабильной инфляции при контроле диапазона колебаний валютного курса;
- ✓ выявлены основные факторы, влияющие на формирование и эффективность практической реализации денежно-кредитной политики (макрэкономические, социальные, структурные, бюджетные факторы, а также факторы, связанные с глобализацией и либерализацией финансовых рынков и информационной неопределенностью); их анализ позволил сделать вывод, что при разработке денежно-кредитной политики необходимо проводить комплексную оценку всех факторов, влияющих на ее проведение и при этом определять их взаимосвязь в плане воздействия на применение инструментов денежно-кредитной политики;
- ✓ выявлены ключевые критерии выбора целей и инструментов денежно-кредитной политики в России, что позволило проводить количественную оценку их использования на макро- и микроуровнях, описать современные тенденции развития процентной политики и системы рефинансирования Банка России. Предложен комплекс направлений совершенствования процентной политики и механизма рефинансирования Банка России;
- ✓ уточнено, что при реализации денежно-кредитной политики необходимо учитывать особенности движения капитала, стремиться к недопущению его избыточного притока или оттока в условиях глобализации, предложен комплекс мер по нейтрализации воздействия потоков капитала на денежно-кредитную сферу. Доказано, что достижение целей денежно-кредитной политики невозможно без проведения мер по нейтрализации движения потоков капитала на внутренний рынок;
- ✓ обосновано, что в текущих кризисных условиях целесообразно пересмотреть цели денежно-кредитной политики в сторону большей ориентации на поддержание стабильного курса национальной валюты и устойчивого экономического роста, поскольку кризисное снижение темпов роста денежной массы создает благоприятные условия для сдерживания инфляции. Для долговременного обеспечения устойчивого

экономического развития в качестве приоритетных целей определены: в макроэкономическом плане – ориентация на сохранение рабочих мест; в банковской системе – укрепление ресурсной базы банков.

Теоретическая значимость исследования заключается в формулировке концептуальных основ денежно-кредитной политики, определяющих ее сущность и место в денежной теории; предложено комплексное определение денежно-кредитной политики, позволяющее рассматривать ее как составляющую социально-экономической политики в их неразрывной связи и единстве.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что основные положения, рекомендации и выводы ориентированы на их широкое практическое применение в деятельности Банка России при разработке и реализации денежно-кредитной политики.

Апробация и внедрение результатов исследования. Теоретические выводы и практические рекомендации, содержащиеся в диссертационной работе, использованы в деятельности Аналитического департамента Ассоциации российских банков.

Материалы исследования нашли применение в учебном процессе на кафедре «Денежно-кредитные отношения и банки» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации при преподавании специальных дисциплин по банковскому делу, таких как «Организация деятельности центрального банка», «Деньги, кредит, банки».

Использование результатов подтверждается соответствующими справками о внедрении.

Публикации по теме диссертации. По теме диссертации опубликовано три научных статьи общим объемом 2,1 п.л. (весь объем авторский) - все три в журналах, определенных ВАК России для публикации результатов научных исследований.

Структура диссертации. Цель и задачи работы определили структуру диссертации, состоящую из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

Структура и содержание исследования

Наименование разделов	Наименование параграфов	Количество	
		таблиц, схем, рисунков	приложений
Введение			
Глава I. Теоретические основы денежно-кредитной политики	1.1. Понятие и сущность денежно-кредитной политики и ее место в системе экономического регулирования	1	
	1.2. Факторы формирования и проведения денежно-кредитной политики	1	
	1.3. Цели и инструменты денежно-кредитной политики	4	2
Глава II. Современные подходы к определению целей и инструментария денежно-кредитной политики в России	2.1. Резервные требования Банка России: проблемы и перспективы развития	2	
	2.2. Основные тенденции процентной политики и рефинансирование коммерческих банков	5	1
	2.3 Операции Банка России на открытом рынке: основные характеристики и особенности		1
Глава III. Пути совершенствования денежно-кредитной политики в России	3.1. Совершенствование целей и инструментов денежно-кредитной политики в условиях глобализации	3	5
	3.2 Направления развития денежно-кредитной политики в современных условиях	2	1
Заключение			
Список литературы			
Всего		18	10

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

В соответствии с целью и задачами диссертационного исследования рассмотрены следующие группы проблем.

Первая группа проблем связана с теоретическими основами денежно-кредитной политики. На основе обобщения подходов российских и зарубежных авторов уточнено экономическое содержание денежно-кредитной политики как стратегии и тактики уполномоченного органа государства (в нашей стране – Банка России) по обеспечению стабильного сбалансированного функционирования денежно-кредитной системы страны с

целью развития банковского сектора и его позитивного влияния на структуру экономики, а также повышения экономического роста и благосостояния граждан. Выделены достоинства и недостатки мер прямого контроля за деятельностью коммерческих банков. Доказано, что в период финансовой либерализации возникает объективная целесообразность перехода к мерам косвенного воздействия на предложение денег, поскольку административные меры (прямого воздействия) позволяют лишь в краткосрочном периоде совмещать цели денежно-кредитной политики.

В условиях открытости национальных экономик, торговой и финансовой либерализации, а также бурного развития финансовых институтов повышается значимость обеспечения сбалансированного макроэкономического развития, определения основных направлений и инструментов эффективной государственной экономической политики.

Под экономической политикой (ЭП) понимается система экономических мер государства, направленных на сдерживание роста безработицы и инфляции, стимулирование экономического роста, обеспечение устойчивости платежного баланса и национальной безопасности страны. Разработанная в исследовании схема¹ (рис.1) отражает комплексный подход к определению целей экономической политики государства и показывает место денежно-кредитной политики в ее осуществлении.

Одним из важнейших условий реализации государственной экономической политики является эффективная денежно-кредитная политика. С нашей точки зрения, для успеха денежно-кредитной политики принципиально важна ее согласованность с другими направлениями социально-экономического развития стран (например, развитием финансовых рынков, структурной промышленной политикой и др.), обеспечением интересов страны в системе мирохозяйственных связей, ее экономической безопасностью. Без такой увязки чисто «технические упражнения» с индикаторами, пусть даже опирающиеся на известные теоретические постулаты, способны нанести вред долговременной финансовой стабильности страны (о чем убедительно свидетельствует ситуация 1998 г. и современный мировой финансовый кризис).

¹ Составлена автором

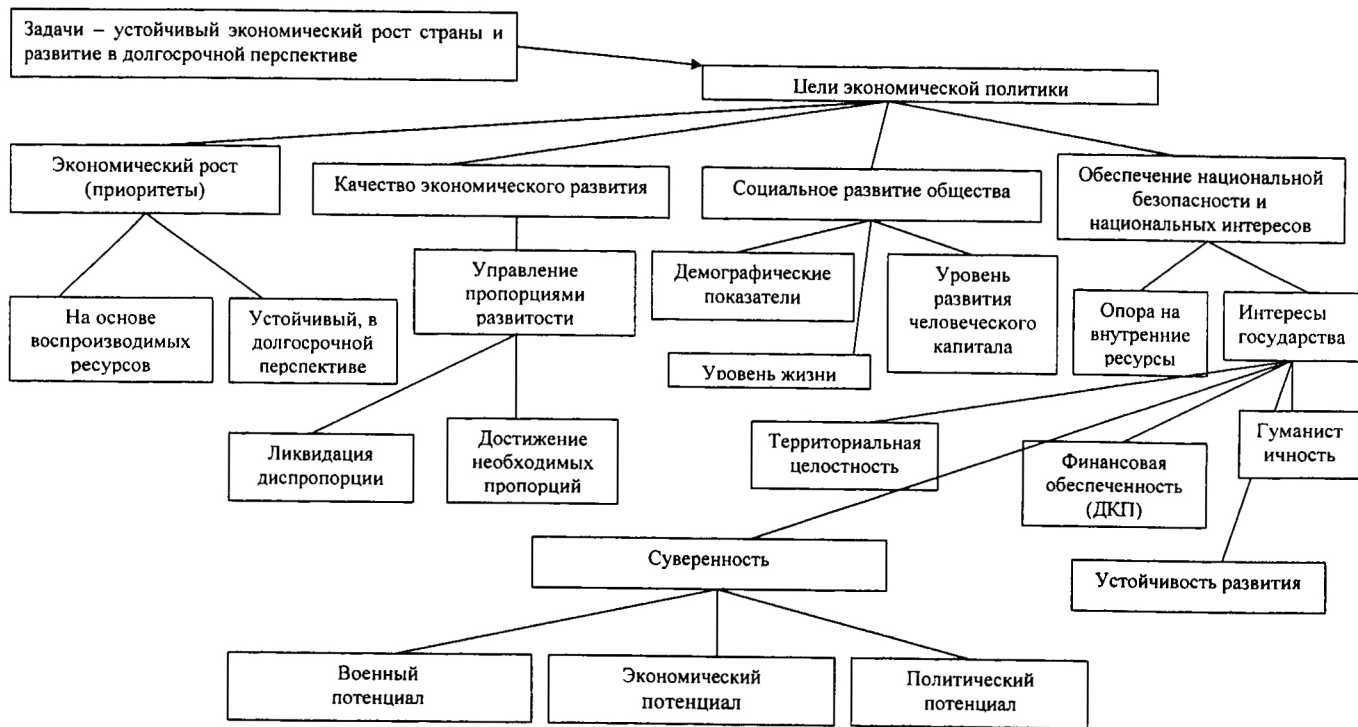


Рисунок 1. Цели экономической политики государства

В диссертации экономическая сущность денежно-кредитной политики была рассмотрена с точки зрения монетаристской и кейнсианской школ. До сих пор многие центральные банки предпочитали работать в русле монетаристского подхода, ориентированного на обеспечение денежного предложения в целях стабилизации цен. В то же время целый спектр новых экономических явлений, таких, как потоки капитала, финансовые инновации, фондовые «пузыри» и т.д., заставляют исследователей пересматривать фундаментальные идеи монетаризма.

В работе показано, что содержание денежно-кредитной политики постоянно претерпевает изменения вследствие эволюции экономики и ее институтов, а также возникновения новых вызовов, о чем свидетельствует современный мировой финансовый кризис.

На основе анализа и обобщения различных трактовок в диссертации дается следующие определение денежно-кредитной политики – это стратегия и тактика уполномоченного органа государства (в нашей стране – Банка России) по обеспечению стабильного сбалансированного функционирования денежно-кредитной системы с целью развития банковского сектора и его позитивного влияния на структуру экономики, а также повышения экономического роста и благосостояния граждан.

Одним из важных результатов проведенного исследования является определение факторов, влияющих на формирование и проведение денежно-кредитной политики (рис. 2).

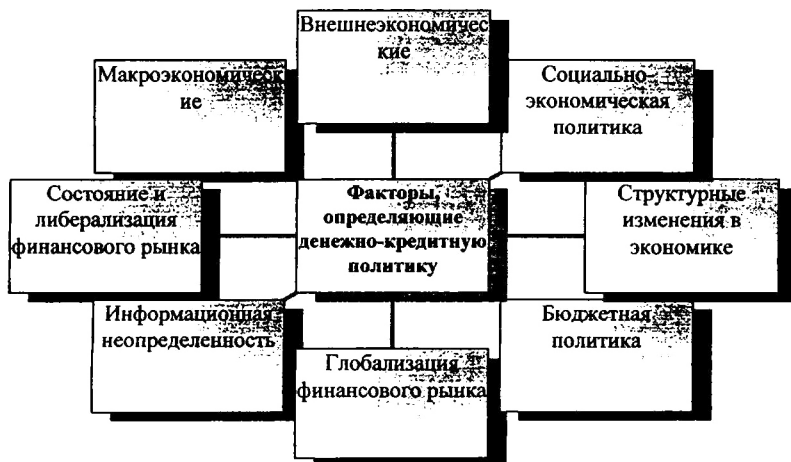


Рисунок 2. Факторы, влияющие на формирование и проведение денежно-кредитной политики²

² Составлена автором

На основе анализа и систематизации факторов политики в диссертации сделан вывод, что при разработке денежно-кредитной политики необходимо проводить комплексную оценку всех факторов, влияющих на ее проведение и определять взаимосвязь воздействия их на применение инструментов денежно-кредитной политики.

Рассмотрение эволюции целей денежно-кредитной политики (1992-2008 гг.) позволяет понять, насколько важным является вопрос целеполагания при определении основных инструментов ее проведения. В России на протяжении всего периода рыночных преобразований происходила перманентная корректировка целей денежно-кредитной политики, которые на ранних этапах создания основных институтов рыночной экономики касались преимущественно обеспечения стабильного курса рубля и предотвращения производственного спада, а на поздних приоритет смещался в сторону достижения низкой и стабильной инфляции при контроле за величиной колебаний валютного курса. В целом можно сказать, что приоритеты целей денежно-кредитной политики в России на протяжении последних 18 лет отражали эволюцию целеполагания во многих не только развивающихся, но и развитых странах.

В последние годы в качестве основной цели денежно-кредитной политики в большинстве стран мира признается удержание инфляции на стабильно низком уровне. В работе обосновано, что инфляция, превышающая 10% в год, замедляет экономический рост. Экономический рост в России можно возобновлять только после стабилизации инфляции на относительно низких уровнях (5-7% в год).

Определено, что стратегические цели денежно-кредитной политики обязательно должны находить отражение в выборе операционного показателя (ориентира при проведении центральным банком регулярных операций) и адекватном инструментарии. Более того, методы реализации денежно-кредитной политики оказывают существенное влияние на выбор инструментов денежно-кредитной политики и характер функционирования денежных рынков, рынков капитала, а также на волатильность цен на финансовые активы.

Уточнив понятие и сущность денежно-кредитной политики, и ее место в системе экономической политики государства, определив факторы, влияющие на формирование и проведение денежно-кредитной политики, автор переходит к решению **второй группы проблем**, в рамках которой проведен анализ инструментария денежно-кредитной политики в России. Рассмотрены проблемы и перспективы развития резервных требований, операций рефинансирования, а также операций Банка России на открытом рынке в контексте выработки наиболее эффективных мер процентной политики.

Исторически резервные требования рассматривались центральными банками в качестве пруденциальных (экономических) инструментов, обеспечивающих достаточную ликвидность банков на случай снятия депозитов, а не в качестве инструментов денежно-кредитной политики. Постепенно значение обязательных резервов как пруденциального инструмента снизилось, и возросла их роль как инструмента денежно-кредитной политики. В области денежно-кредитной политики резервные требования играют двоякую роль:

- на краткосрочную перспективу — управление денежными средствами, направленное на недопущение чрезмерного колебания текущих рыночных процентных ставок на ежедневной основе;
- на долгосрочную перспективу — воздействие на более продолжительной основе на уровень кредитных и депозитных процентных ставок и на объем кредитов и депозитов.

Основное внимание в работе было уделено анализу практики применения резервных требований с учетом использования метода усреднения; возможного изменения уровня, вокруг которого происходит усреднение; абсолютного уровня требований; начисления процентов по резервным депозитам.

Количество банков, использующих право усредненных обязательных резервов, составляло в 2008г. 68,3% (таблица 1).

Таблица 1. Количество банков, использующих право усредненных обязательных резервов³

январь 2005 г.	январь 2006 г.	январь 2007 г.		январь 2008 г.	
545	650	730	(61,4%)	777	(68,3%)

На 1 октября 2008 года объем обязательных резервов, депонированных в Банке России, составил 152,081 млрд. руб., при том, что общий объем обязательств по фондам обязательных резервов был на уровне около 303 млрд. руб.

На 1 марта 2009 года объем обязательных резервов, депонированных в Банке России, составил 31,22 млрд. руб., а общий объем обязательств по фондам обязательных резервов был на уровне около 70 млрд. руб.

Таким образом, реальный объем обязательных резервов составляет 45-50% от общего объема обязательств по фондам обязательных резервов, что позволяет снизить

³ Составлено автором по данным сайта www.cbr.ru

колебания свободных депозитов и, таким образом, неустойчивость краткосрочных процентных ставок. Поэтому применение усреднения в отношении обязательных резервов, как правило, должно сокращать потребность банковской системы в свободных резервах, что может обеспечить дополнительные инвестиции в экономику.

Механизм усреднения повышает общую ликвидность банковской системы за счёт мобилизации дополнительной ликвидности сверх традиционно применяемых механизмов (кредитов овернайт, ломбардных кредитов Банка России).

В исследовании отмечено, что кроме своего значения как инструмента денежно-кредитной политики, резервные требования, если по ним не выплачиваются проценты (например, в России), являются источником дохода для центрального банка. Коммерческие банки кредитуют центральный банк, который, в свою очередь, может инвестировать поступления под рыночный процент. В этом смысле такой подход является налогообложением банков (и, в конечном счете, их заемщиков). Банки обязаны выполнять резервные требования, в то время как вместо этого они могли инвестировать средства в краткосрочные государственные ценные бумаги или кредитовать своих клиентов.

Учитывая, что резервные требования, по которым не выплачиваются проценты, являются своеобразным налогом на банковскую систему, в целях минимизации искажений в диссертации предлагается:

- поддерживать резервные требования на уровне, минимально необходимом для эффективного денежно-кредитного регулирования;
- равномерно распространять резервные требования, насколько это возможно, на все банки и все виды депозитов, как из соображений справедливости, так и потому, что многоступенчатые резервные требования ослабляют способность центрального банка осуществлять денежно-кредитное регулирование.

Вопрос процентной политики и рефинансирования коммерческих банков является крайне важным при проведении денежно-кредитной политики. Анализируя историю развития процентной политики Банка России, соискатель отмечает, что до 2003 г. у Банка России не было инструментов «тонкой настройки» (имеющихся в наличии сегодня). Если у банков был недостаток средств, то в качестве инструмента, позволяющего им мгновенно получить дополнительные денежные средства, выступали лишь кредиты на покрытие дебетового сальдо, т.е. кредиты овернайт. Банки должны были сознательно брать кредиты на покрытие дебетового сальдо и только после этого они могли получить кредит от Банка России.

В настоящее время в арсенале Банка России появились инструменты «тонкой настройки»: депозитные аукционы и аукционы РЕПО (прямого или обратного) ставка

отсечения устанавливается рыночным способом на основе заявок банков (когда выводится тот уровень доходности, который, с одной стороны, Банк России считает приемлемым и, который, с другой стороны, предлагается самими банками по операциям с Банком России).

В связи с мировым финансовым кризисом, в течение 2008 г. процентная политика Банка России претерпела кардинальные изменения, которые нашли отражение в реализации следующих мероприятий.

1. Значительное повышение потенциала рефинансирования посредством ослабления требований к обеспечению.
2. Ведение инструментов беззалогового предоставления ликвидности.
3. Допуск Банка России к торгам на фондовой бирже и предоставление возможности осуществлять операции РЕПО с акциями и биржевыми облигациями.
4. Установление лимитов на основные операции, проводимые в рамках реализации процентной политики.

В ходе исследования было выявлено, что длительное время в России господствовала ситуация, при которой российским банкам не всегда было выгодно кредитоваться у Банка России. Именно поэтому ставка рефинансирования (в т.ч. процентные ставки по основным инструментам рефинансирования) Банка России была не так уж важна для формирования политики (в том числе процентной) большинства российских банков. Как следствие, ставка рефинансирования имела, на наш взгляд, преимущественно индикативное значение, лишь информируя участников рынка о возможной цене денежного предложения.

Неэффективность системы рефинансирования, по мнению соискателя, была обусловлена следующими причинами:

- чрезмерно жесткой курсовой политикой, в результате которой внутренние процентные ставки зависели от ставок на внешних рынках;
- проблемой определения «нейтральных»⁴ процентных ставок по предлагаемым Банком России ресурсам;
- слабой доступностью кредитов и неэффективностью системы рефинансирования;
- краткосрочностью выдаваемых Банком России кредитов;
- возможностью «неблагоприятного отбора» участников беззалоговых кредитных аукционов в зависимости от их рейтингов;
- недостаточностью развития денежного рынка для перераспределения денежных средств.

⁴ Т.е. ставок, позволяющих достичь целевых показателей денежно-кредитной политики

В работе показано, что одной из основных причин не востребоваемости инструментов рефинансирования в докризисный период была жесткая курсовая политика, которая приводила к импорту внешних процентных ставок. Межстрановой анализ волатильности курсов валют позволил выявить чрезмерно высокий уровень прогнозируемости и предсказуемости динамики курса рубля относительно валютных курсов других стран (рис.3).

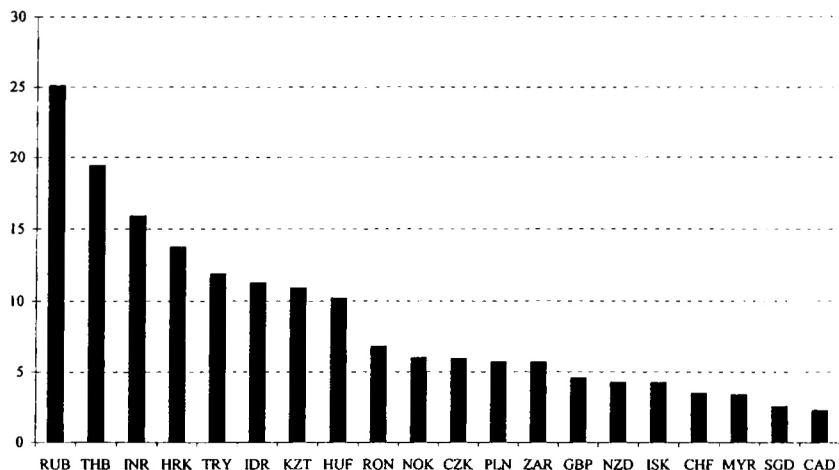


Рисунок 3. Сравнительный анализ прогнозируемости валютных курсов⁵

Результаты расчетов, проведенные диссертантом, показали, что валютный курс до начала мирового экономического кризиса в России являлся вполне предсказуемым и устойчивым, что способствовало повышению спекулятивной составляющей в динамике потоков трансграничного капитала. Несмотря на колебания курсов валют USD/RUB и EUR/RUB, рублевая стоимость бивалютной корзины, состоящей из 55 американских центов и 45 евроцентов, в течение длительного времени оставалась постоянной и легко определялась (так как Банк России публикует веса бивалютной корзины).

Если ранее жесткая курсовая политика препятствовала повышению процентных ставок и достижению цели снижения инфляции, то в условиях острой фазы кризиса она приводила к дополнительному спросу на валюту, повышению дефицита ликвидности и препятствовала снижению процентных ставок для обеспечения финансовой стабильности.

В связи с этим, в диссертационной работе предложен комплекс мер по предотвращению агрессивных покупок иностранной валюты со стороны банковского

⁵ Данные ЦБ РФ на июль 2008, расчеты автора

сектора. Однако вне зависимости от реализации предложенных мер решения проблемы оттока капитала абсолютно необходимо оперативное реагирование Банка России в отношении лимитов на предоставление ликвидности – в зависимости от поведения отдельных участников рынка. Так, Банк России ежедневно собирает у банков отчетность по формам 501 и 603 (межбанковские операции). При выявлении агрессивных покупок валюты за счет ресурсов, привлекаемых с межбанковского рынка, представляется целесообразным применение существенных ограничений на привлечение ликвидности от Банка России и Минфина, при необходимости и с межбанковского рынка.

Другим важным аспектом развития системы рефинансирования остается необходимость активизации межбанковского рынка. Для решения этой проблемы в диссертации предлагается расширить практику обеспечения гарантий по операциям межбанковского кредитования, а также создать новый сегмент денежного рынка - рынок межбанковских кредитов, права требования, по которым могут переуступаться кредиторами Банку России. Аналогичные гарантии целесообразно распространить на операции Агентства по ипотечному жилищному кредитованию и Агентства по страхованию вкладов, с тем, чтобы Банк России компенсировал часть рисков, понесенных этими финансовыми институтами в рамках реализации возложенных на них государственных задач.

В диссертации рассмотрены основные подходы к проведению операций Банка России на открытом рынке, определены их основные характеристики и особенности. В настоящее время основная форма проведения Банком России операций на открытом рынке – это операции прямого РЕПО.

На основе проведенного исследования в работе предлагается методика по определению ставок по операциям РЕПО любой срочности. В качестве верхней оценки для ставок РЕПО предлагается принять усредненный уровень форвардной ставки (рассчитанной на основе кривой доходности) на срок операции РЕПО. В качестве нижней оценки для ставки РЕПО - использовать фактическую доходность вложений на рынке на тот же срок.

К числу основных инструментов, которые дополнили перечень активов для проведения операций на открытом рынке, относятся, прежде всего, акции и биржевые облигации.⁶ Причем если последний инструмент может рассматриваться в качестве

⁶ В соответствии с новой редакцией статьи 39 Федерального закона №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 под операциями на открытом рынке стали понимать не только куплю-продажу Банком России казначейских векселей, государственных облигаций, прочих государственных ценных бумаг, облигаций Банка России, но также куплю-продажу иных ценных бумаг, определенных решением Совета директоров, при условии их допуска к обращению на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг

классического актива для операций на открытом рынке, то законодательный допуск акций в ломбардный список Банка России порождает противоречивые последствия. В соответствии с Законом о Банке России при осуществлении им операций на открытом рынке допускается купля-продажа акций только при условии совершения позднее обратной сделки, а также их реализация при отказе контрагента от исполнения обязательств по такой обратной сделке. Таким образом, в портфеле Банка России акции могут находиться лишь ограниченное время, по истечении которого они должны быть реализованы на открытом рынке.

В сложившейся ситуации, следует пересмотреть данную схему и внести изменения в пункт 8.2 Положения Банка России от 25 марта 2003 года № 220-П «О порядке заключения и исполнения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами Российской Федерации», упразднив существующие жёсткие границы на срок принудительной реализации обеспечения, и предоставить Банку России возможность сохранять облигации в своём портфеле до даты их погашения. Данное изменение будет способствовать совершенствованию процедуры продажи обеспечения Банком России и позволит реализовывать перешедшие в его собственность облигации по ценам, приближенным к справедливой стоимости, либо при отсутствии таковых ожидать даты погашения облигаций эмитентом.

В рамках **третьей группы проблем** были обоснованы пути совершенствования денежно-кредитной политики России в условиях глобализации.

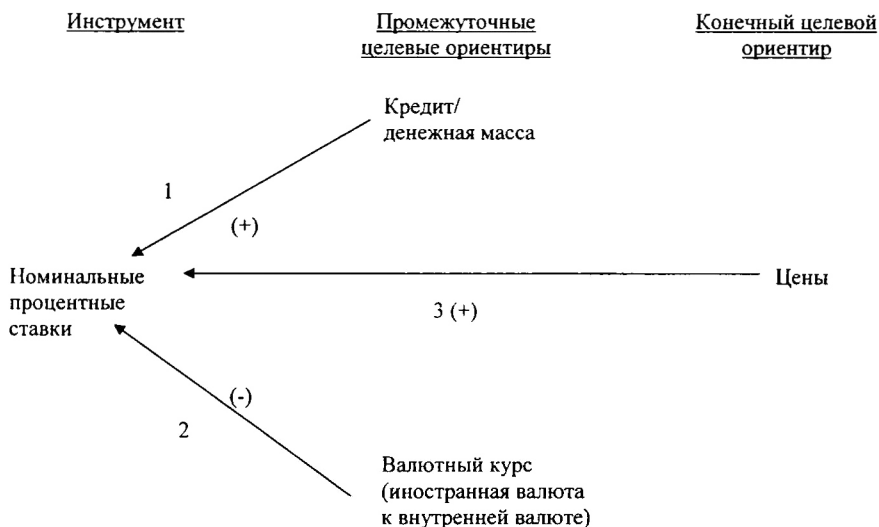
На основе анализа банковской практики в диссертации выделяются два варианта стратегического реагирования центральных банков на развитие инфляционных процессов, которые в условиях глобализации определяются не только факторами, подконтрольными центральным банкам, но зависят от широкого спектра внутренних и внешнеэкономических условий.

Центральные банки могут основывать свою денежно-кредитную политику *косвенно на промежуточных целевых ориентирах*, таких как рост конкретного денежного агрегата или валютный курс (рис.4).

← 1 - реакция политики, связанная с промежуточным целевым ориентиром в области роста денежной массы/ объема кредитования: процентные ставки повышают, если денежная масса больше целевого ориентира, и понижают, если денежная масса меньше целевого ориентира;

← 2 - реакция политики, связанная с промежуточным целевым ориентиром в области валютного курса: процентные ставки повышают, если валютный курс ниже целевого ориентира, и понижают, если он выше целевого ориентира;

← 3 - реакция политики, связанная с конечным целевым ориентиром в области инфляции: процентные ставки повышают, если прогнозируемая инфляция превышает целевой ориентир, и понижают, если она ниже целевого ориентира.



+/- указывает направление реакции политики;

Рисунок 4. Реакция денежно-кредитной политики на различные режимы целевых ориентиров.

Центральные банки также могут основывать денежно-кредитную политику *прямо*, на ясной конечной цели в области инфляции.

Для того чтобы рост денежной массы (или валютный курс) являлись полезными индикаторами инфляции необходимо, чтобы:

- существовала прогнозируемая связь между ростом денежной массы (или валютным курсом) и будущей инфляцией. Это означает, что промежуточный целевой ориентир является необходимой вехой для прогноза будущей инфляции.
- центральный банк должен контролировать и прогнозировать рост денежной массы или валютного курса при использовании монетарных инструментов. Иными словами, денежно-кредитная политика должна обеспечивать направление промежуточных переменных величин для достижения намеченных целевых ориентиров.

В работе проведен анализ темпов прироста денежной массы М2 в России с 2000 по 2008 гг. (таблица 2).

Таблица 2. Темпы прироста денежной массы (М2), %⁷

Годы	План	Факт	Разница плановых и фактических показателей
2000	21-25	61,5	45,5-36,5
2001	27-34	39,7	12,7-5,7
2002	22-28	32,4	10,4-4,4
2003	20-26	50,5	30,5-24,5
2004	19-25	35,8	16,8-10,8
2005	26-30	38,6	12,6-8,6
2006	21-24	48,8	27,8-24,8
2007	19-29	52-54	33-25
2008	24-30	-0,3	23,7-29,7

Анализ фактических данных показал, что плановые показатели расходятся с фактическими в среднем на 21%. Это, в свою очередь, требует от Банка России при разработке денежно-кредитной политики более полно анализировать влияние различных факторов на темпы прироста денежной массы.

Проведенный анализ целей и инструментов денежно-кредитной политики позволяет автору сделать вывод о необходимости пересмотреть ближайшие цели денежно-кредитной политики: перейти от сдерживания инфляции к поддержанию устойчивого экономического роста, но в самой ближайшей перспективе – скорее к сдерживанию темпов экономического спада.

Для реализации конкретных мер и операций денежно-кредитной политики пересмотр целей в сторону поддержания экономической активности означает предоставление возможностей Банку России для минимизации убытков кредитных организаций, обусловленных потерей части пассивов, с одной стороны, и ухудшением качества активов, с другой. Для этого в диссертации предлагается рассмотреть возможность осуществления следующих шагов в области совершенствования инструментов денежно-кредитной политики:

⁷ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на соответствующие годы.

- расширение перечня кредитных организаций, допущенных к участию в беззалоговых аукционах посредством создания национальной системы рейтингования банков;
- дифференцирование процентных ставок отсечения для разных категорий банков;
- выпуск и размещение облигаций Банка России в иностранной валюте;
- введение обратного РЕПО с российскими еврооблигациями из портфеля Банка России;
- отказ от механизма компенсационных взносов по операциям прямого РЕПО.

В итоге в диссертации делается вывод, что предложенные меры по совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики позволят повысить действенность антикризисной программы и не допустить разрастания кризисных явлений в российской экономике.

В работе проведен анализ направлений денежно-кредитной политики в современных условиях, на основе которого соискатель делает вывод, что современный глобальный экономический кризис, оказавший негативное влияние на развитие российской банковской системы, заставляет во многом переосмыслить традиционные принципы и ориентиры денежно-кредитной политики. В связи с этим, назрела необходимость проведения денежно-кредитной политики, ориентированной не только на экономический рост, а скорее социально-ориентированной денежно-кредитной политики, то есть денежно-кредитной политики позволяющей сдерживать рост безработицы и обеспечить приемлемые для кризисных условий социальные стандарты жизни. Перечень задач, решаемых Банком России, особенно в свете происходящих кризисных процессов должен быть расширен за счёт включения в него не только требования об усилении контроля за инфляцией и поддержании необходимого валютного курса, но также целевых параметров инвестиций, занятости, транспарентности валютного рынка, а при необходимости — расширения сферы контроля Банка России за движением капитала.

Как показывает российская и зарубежная банковская практика, для предотвращения негативного воздействия потоков капитала на внутренний рынок в условиях отмены валютных ограничений, то есть условий финансовой либерализации, комплекс мероприятий по нейтрализации воздействия потоков капитала на внутренний рынок должен быть основан на косвенных инструментах и может включать следующие мероприятия (рис. 5).



Рисунок 5. Мероприятия по нейтрализации воздействия потоков капитала на внутренний финансовый рынок и целевые параметры ДКП⁸

Не все из представленных выше мероприятий применимы в российских условиях в настоящее время по причинам экономического, законодательного и политического характера. Однако в ближайшие годы России придется выбирать наиболее приемлемый комплекс мер по регулированию движения капитала.

В работе показано, что возможности Банка России в плане проведения эффективной денежно-кредитной политики (имея в виду, прежде всего, действенность трансмиссионного механизма) в значительной мере зависят от уровня развития инфраструктуры финансового рынка. При этом делается вывод, что развитие финансово – банковской системы важно не только само по себе⁹, но является необходимым условием осуществления эффективной денежно-кредитной политики. Финансово - банковские

⁸ Предложена автором.

⁹ Существует большое число исследований, которые показывают, что развитие финансовой системы позволяет достичь более высоких темпов экономического роста. Более подробно: Rousseau P., Sylla R. "Financial systems, economic growth and globalisation" // NBER Working Paper # 8323, 2001

институты служат проводниками между регулятором денежно-кредитной сферы и субъектами экономики. Эти задачи могут быть решены в рамках реализации предложенной в работе стратегии, нацеленной на повышение эффективности экономической политики государства, и состоящей из следующих направлений:

- **Коррекция денежно-кредитной политики**

В общем виде это предложение подразумевает переоценку роли валютного курса в монетарной политике государства и изменение его места в ряду инструментов рыночного регулирования. В перспективе возможен отказ от рассмотрения валютного курса в качестве «универсального рычага» макроэкономического уровня, посредством которого пытаются регулировать очень многое — от ВВП до темпов промышленного роста. В среднесрочной перспективе, поэтому необходима диверсификация факторов формирования макроэкономической политики государства и выстраивание непротиворечивой системы задач Банка России. Это обусловлено тем, что для осуществления Банком России скорректированной денежно-кредитной политики необходима ясность в приоритетах государства и вопросах стратегического целеполагания.

- **Ряд сопутствующих мероприятий.**

В целях обеспечения эффективности денежно-кредитной политики в России, возможно, применить и иные меры, получение видимого эффекта от которых не потребует больших усилий. Например, необходимо совершенствовать **надзорную политику** Банка России в направлении повышения эффективности превентивных мер воздействия, заблаговременно сокращающих вероятность и масштабы последующих проблем в банковском секторе.

Усилия, направленные на коррекцию денежно-кредитной политики посредством предложенных в диссертационной работе мер, позволят более адекватно адаптировать отечественную экономику и её банковский сектор к глобальным изменениям, которые ожидают Россию в будущем.

По теме диссертации опубликованы следующие научные работы в журналах, определенных ВАК России:

1. Порублева М.А. Совершенствование денежно-кредитной политики Банка России в условиях глобализации// Банковские услуги. – М., 2008г. – № 6- 0,9 п.л.
2. Порублева М.А. Таргетирование инфляции в условиях глобализации // Банковское дело. – М., 2008г. – № 6 – 0,5 п.л.
3. Порублева М.А. Пути повышения эффективности денежно-кредитной политики в современных условиях //Вестник Финансовой академии. – М., 2008г – № 2(46) -0,6 п.л.

Отпечатано в ООП
Финансовой академии
при Правительстве Российской Федерации
Москва, Ленинградский пр-т, д. 49
Заказ № 1029 от 22.05.2009 г.
Объем 1,5 п.л.
Тираж 120 экз.

162